

개발은 시공을 넘어선다

Analyst 신동현

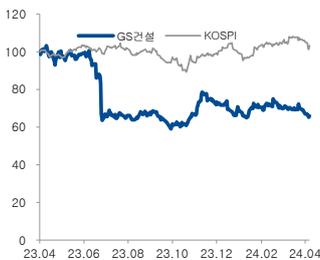
02-3787-2335 dhshin@hmsec.com

현재주가 (4/18)	14,270원		
상승여력	12.1%		
시가총액	1,221십억원		
발행주식수	85,581천주		
자본금/액면가	428십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	22,300원/12,750원		
일평균 거래대금 (60일)	8십억원		
외국인지분율	17.67%		
주요주주	허창수 외 16 인 23.64%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.1	0.3	5.3
상대주가(%p)	-4.3	-7.1	-1.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	1,107	2,963	16,000
After	1,107	2,963	16,000
Consensus	1,659	2,866	16,867
Cons. 차이	-33.3%	3.4%	-5.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

DC 시공의 강자, 디벨로퍼로 전환 추진

- 2006년 농협은행 DC를 시작으로 2018년까지 총 9개의 DC를 건설함. 건설사들 중 가장 많은 시공 경험 축적. 최근 도급 시공을 넘어 지분투자를 통한 DC 디벨로퍼로의 전환을 추진 중임

새로운 시장에서의 빠른 사업영역 확대는 더 큰 파이를 기대할 수 있게 함

- 클라우드와 AI 수요 지속, 대형화/고성능화에 따라 확대될 개발규모 등 감안 시 지속가능한 신사업이라고 판단함. 다만 DC는 주택에 비해 실수요 비중이 높은 자산인만큼 초기 실수요자를 공략하는 것이 파이 확보에 결정적인 영향을 미침. 동사가 성장 초기단계의 시장에서 선제적 시공 경험 축적 후 타사대비 빠르게 디벨로퍼로 영역을 확장한 것은 단기간 내 빠르게 성장할 시장 내 점유율 확보에 크게 기여할 것

또한 동사는 직접 시공을 담당하며, DC사업 전담 조직을 별도로 두었고, 일선 영업 및 운영/관리 전문 자회사 '디씨브릿지'를 100% 자회사로 보유하고 있음. 개발 프로세스 전반을 모두 직접 컨트롤할 수 있어 개발의 효율성 역시 제고됨

DC 디벨로퍼의 신호탄, 에포크 안양 센터

- 에포크 안양 센터는 영국계 사모펀드 Actis와 동사가 약 75:25 비율로 지분을 투자해 개발한 것으로, 이는 국내 건설사가 직접 디벨로퍼로 참여해 준공까지 완료한 첫 케이스임(총 수전용량 40MW, IT Load 26MW, 서버 수 10만대 이상의 Hyperscale급 CDC)

- 일정 기간 임대료를 배당으로 인식한 후 MV가 극대화되는 시점에 매각을 진행할 예정. 준공 전부터 글로벌 CSP社 등 여러 수요자들을 탭핑했기에 임대율 100% 달성에는 무리가 없을 예정

DC 사업의 높은 성장성과 수익성 바탕으로 새로운 성장동력 확보

- 1Q23 미국 북버지니아주에서 거래된 Ashburn DC의 경우 매도자 Starwood Capital의 최초 취득가는 8,813만달러였으며 매각가는 약 70% 상승한 1억5천만달러를 기록함. 규모, 임대료, Cap Rate 등의 차이를 고려해 단순계산 시 동사는 약 40%의 매각차익 실현할 것으로 추정. 기존 비즈니스 최대 GPM이 20%대 초반 수준인 것과 비교하면 상당히 높은 이익률임

- 또한 동사는 재무구조 개선을 위해 기존에 보유한 신사업의 유동화 계획을 보유함. 따라서 이를 대체할 수 있는 신사업에 대한 시장의 요구가 어느 때보다 큰 상황임. 높은 성장성과 수익성을 보유한 DC 개발사업의 경우 이러한 니즈를 충분히 충족시켜줄 수 있을 것으로 기대됨

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	12,299	555	339	769	3,964	-17.3	5.3	0.4	5.1	7.2	6.1
2023	13,437	-388	-482	-195	-5,631	적전	N/A	0.3	N/A	N/A	0.0
2024F	13,470	260	95	473	1,107	흑전	12.7	0.3	8.3	2.2	0.0
2025F	13,541	453	254	666	2,963	167.8	4.8	0.3	5.6	5.6	0.0
2026F	13,741	607	359	818	4,198	41.7	3.4	0.2	4.1	7.4	0.0

* K-IFRS 연결 기준

<표1> GS건설 데이터센터 시공 이력

순번	프로젝트명	층수	완공시기	입지
1	NH 농협은행 안성 데이터센터	B1 / 13F	2006 년 5 월	안성
2	LG CNS 상암 데이터센터	B2 / 12F	2006 년 12 월	서울(상암)
3	LG 유플러스 상암 데이터센터	B6 / 14F	2008 년 7 월	서울(상암)
4	LG CNS 가산 데이터센터	B1 / 13F	2009 년 9 월	서울(가산)
5	교보생명 송도 IDC	B1 / 4F	2009 년 9 월	인천
6	네이버 각 춘천	B3 / 3F	2013 년 4 월	춘천
7	하나금융그룹 통합데이터센터	B1 / 16F	2017 년 2 월	인천
8	FED 커뮤니케이션센터	B1 / 3F	2017 년 8 월	평택
9	DGB 혁신센터	B1 / 9F	2018 년 7 월	대구
10	에포크 안양 센터	B3 / 9F	2024 년 1 월	안양

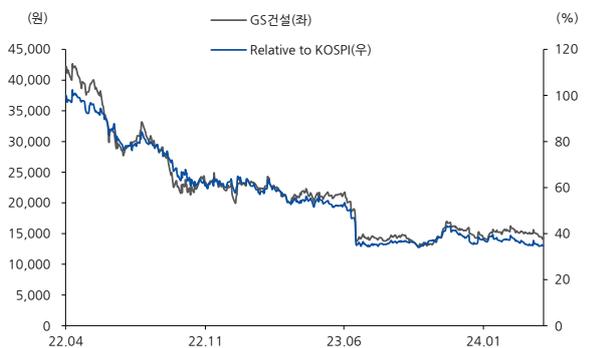
자료: GS건설, 현대차증권

<표2> GS건설 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	51,520	- 2024F BPS
Target P/B (배)	0.30	- 안전사고 이후 주가가 하락했던 유사 케이스의 할인율 적용
적정주가 (원)	15,456	- Target P/B * 2024F BPS
목표주가 (원)	16,000	
전일증가 (원)	14,270	- 2024.04.19 증가
상승여력 (%)	12.1	
투자 의견	M.PERFORM	

자료: 현대차증권

<그림1> GS건설 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> GS건설 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표3> GS건설 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	3,513	3,495	3,108	3,321	3,260	3,476	3,132	3,602	13,437	13,470	13,541
YoY	47.8%	14.7%	5.2%	-15.3%	-7.2%	-0.5%	0.8%	8.5%	9.2%	0.3%	0.5%
>건축/주택	2,767	2,685	2,262	2,523	2,513	2,701	2,303	2,723	10,237	10,240	10,069
YoY	60.6%	11.3%	3.7%	-16.4%	-9.2%	0.6%	1.8%	7.9%	9.7%	0.0%	-1.7%
>플랜트/환경	116	138	157	161	112	140	172	207	572	630	792
YoY	-44.5%	66.3%	-29.6%	-37.5%	-3.6%	1.5%	9.3%	28.6%	-26.0%	10.2%	25.8%
>인프라	274	310	296	225	277	268	249	258	1,105	1,052	1,001
YoY	20.7%	16.5%	13.4%	-26.8%	1.1%	-13.6%	-15.9%	14.9%	4.1%	-4.8%	-4.8%
>신사업	325	337	367	386	333	343	383	390	1,415	1,449	1,579
YoY	69.3%	30.1%	40.1%	23.6%	2.5%	1.6%	4.5%	1.1%	38.0%	2.4%	8.9%
매출총이익	346	-250	225	-59	225	240	223	265	262	953	1,185
YoY	14.5%	적전	-22.5%	적전	-34.9%	흑전	-1.1%	흑전	-79.6%	263.6%	24.3%
GPM	9.9%	-7.2%	7.3%	-1.8%	6.9%	6.9%	7.1%	7.4%	2.0%	7.1%	8.8%
>건축/주택	271	-336	113	-78	151	162	138	177	-30	628	806
YoY	7.8%	적전	-48.7%	적전	-44.4%	흑전	22.2%	흑전	적전	흑전	28.3%
GPM	9.8%	-12.5%	5.0%	-3.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%	-0.3%	6.1%	8.0%
>플랜트/환경	-30	0	26	19	6	9	12	14	15	41	50
YoY	적전	흑전	43.2%	흑전	흑전	1942.1%	-54.2%	-27.0%	흑전	166.4%	23.4%
GPM	-26.0%	0.3%	16.6%	11.8%	5.5%	6.3%	7.0%	6.7%	2.7%	6.5%	6.3%
>인프라	22	26	22	-46	22	21	20	21	24	84	80
YoY	1549.6%	40.2%	52.6%	적전	-1.4%	-16.7%	-9.0%	흑전	-68.9%	249.8%	-4.8%
GPM	8.2%	8.3%	7.4%	-20.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	2.2%	8.0%	8.0%
>신사업	76	61	61	44	43	45	50	51	243	188	237
YoY	148.6%	104.1%	77.5%	-9.1%	-43.3%	-27.4%	-18.2%	15.3%	69.1%	-22.4%	25.7%
GPM	27.9%	19.8%	20.6%	19.6%	15.6%	16.6%	20.0%	19.6%	17.1%	13.0%	15.0%
영업이익	159	-414	60	-193	62	66	57	74	-388	260	453
YoY	3.7%	적전	-51.9%	적전	-60.7%	흑전	-5.4%	흑전	적전	흑전	74.7%
OPM	4.5%	-11.8%	1.9%	-5.8%	1.9%	1.9%	1.8%	2.1%	-2.9%	1.9%	3.3%
세전이익	210	-418	39	-348	34	37	36	43	-517	150	386
YoY	0.9%	적전	-83.3%	적지	-83.6%	흑전	-7.7%	흑전	적전	흑전	156.8%
세전이익률	6.0%	-12.0%	1.2%	-10.5%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	-3.9%	1.1%	2.9%
당기순이익	163	-281	12	-314	24	26	25	30	-420	105	282
YoY	5.1%	적전	-92.8%	적지	-85.3%	흑전	115.2%	흑전	적전	흑전	167.8%
당기순이익률	4.7%	-8.0%	0.4%	-9.4%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	-3.1%	0.8%	2.1%
수주잔고	55,733	56,256	55,325	54,519	53,301	54,676	54,682	53,595	54,519	53,595	51,634
>건축/주택	35,915	35,028	33,969	33,142	32,129	30,928	30,625	29,902	33,142	29,902	27,834
>플랜트/환경	2,236	2,371	2,481	2,391	2,399	3,915	3,983	3,896	2,391	3,896	3,984
>인프라	6,229	6,742	6,429	6,456	6,249	6,051	6,376	6,188	6,456	6,188	5,787
>신사업	11,353	12,115	12,446	12,557	12,524	13,781	13,698	13,608	12,557	13,608	14,030

자료: 현대차증권

COMPANY REPORT

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	12,299	13,437	13,470	13,541	13,741
9,412	9,482	10,289	10,466	11,119	1.5
2,024	2,245	2,455	2,806	3,330	12,391
974	1,021	1,021	1,021	1,021	90.2
82	73	85	83	85	1,350
1,500	1,339	1,518	1,479	1,508	9.8
4,832	4,804	5,210	5,076	5,176	13.9
7,535	8,225	8,216	8,186	8,168	742
1,820	2,256	2,254	2,254	2,254	5.4
888	961	935	912	889	818
2,189	2,503	2,521	2,515	2,520	6.0
2,638	2,505	2,506	2,505	2,505	22.8
0	0	0	0	0	607
16,947	17,707	18,505	18,652	19,287	4.4
8,205	8,796	9,437	9,357	9,591	34.0
879	1,286	1,386	1,486	1,586	-60
1,682	1,606	1,736	1,692	1,725	175
1,272	1,051	1,051	1,051	1,051	405
4,372	4,853	5,264	5,128	5,229	170
3,385	4,026	4,078	4,023	4,025	0
386	443	443	443	443	547
1,848	2,467	2,467	2,467	2,467	4.0
81	60	60	60	60	41.7
1,070	1,056	1,108	1,053	1,055	148
0	0	0	0	0	399
11,590	12,822	13,515	13,379	13,616	0
4,831	4,314	4,409	4,663	5,022	399
428	428	428	428	428	2.9
943	942	942	942	942	41.5
-37	-37	-37	-37	-37	359
-162	-65	-65	-65	-65	40
3,660	3,046	3,141	3,395	3,754	0
525	571	581	609	649	399
5,356	4,885	4,990	5,272	5,671	

(단위: 십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	-7	470	265	424	614
5,155	-4,902	1,230	3,292	4,665	399
3,964	-5,631	1,107	2,963	4,198	188
62,586	57,082	58,312	61,604	66,269	23
56,457	50,413	51,520	54,483	58,682	0
1,300	0	0	0	0	4
4.1	-3.1	11.5	4.3	3.0	0
53	-2.7	12.7	4.8	3.4	-193
0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	-4
0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0
5.1	-20.6	8.3	5.6	4.1	-188
6.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-1
					102
2.5	적전	흑전	167.8	41.7	0
-17.3	적전	흑전	167.8	41.7	0
					0
8.6	-8.2	2.1	5.5	7.3	0
7.2	-10.5	2.2	5.6	7.4	102
2.7	-2.4	0.6	1.5	2.1	0
					523
216.4	262.5	270.8	253.8	240.1	2,806
3.7	NA	1.8	3.0	4.0	3,330

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,412	9,482	10,289	10,466	11,119
현금성자산	2,024	2,245	2,455	2,806	3,330
단기투자자산	974	1,021	1,021	1,021	1,021
매출채권	82	73	85	83	85
채고자산	1,500	1,339	1,518	1,479	1,508
기타유동자산	4,832	4,804	5,210	5,076	5,176
비유동자산	7,535	8,225	8,216	8,186	8,168
유형자산	1,820	2,256	2,254	2,254	2,254
무형자산	888	961	935	912	889
투자자산	2,189	2,503	2,521	2,515	2,520
기타비유동자산	2,638	2,505	2,506	2,505	2,505
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	16,947	17,707	18,505	18,652	19,287
유동부채	8,205	8,796	9,437	9,357	9,591
단기차입금	879	1,286	1,386	1,486	1,586
매입채무	1,682	1,606	1,736	1,692	1,725
유동성장기부채	1,272	1,051	1,051	1,051	1,051
기타유동부채	4,372	4,853	5,264	5,128	5,229
비유동부채	3,385	4,026	4,078	4,023	4,025
사채	386	443	443	443	443
장기차입금	1,848	2,467	2,467	2,467	2,467
장기금융부채	81	60	60	60	60
기타비유동부채	1,070	1,056	1,108	1,053	1,055
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,590	12,822	13,515	13,379	13,616
지배주주지분	4,831	4,314	4,409	4,663	5,022
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	943	942	942	942	942
자본조정 등	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄이익누계액	-162	-65	-65	-65	-65
이익잉여금	3,660	3,046	3,141	3,395	3,754
비지배주주지분	525	571	581	609	649
자본총계	5,356	4,885	4,990	5,272	5,671

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	5,155	-4,902	1,230	3,292	4,665
EPS(지배순이익 기준)	3,964	-5,631	1,107	2,963	4,198
BPS(자본총계 기준)	62,586	57,082	58,312	61,604	66,269
BPS(지배지분 기준)	56,457	50,413	51,520	54,483	58,682
DPS	1,300	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	4.1	-3.1	11.5	4.3	3.0
P/E(지배순이익 기준)	5.3	-2.7	12.7	4.8	3.4
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA(Reported)	5.1	-20.6	8.3	5.6	4.1
배당수익률	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	2.5	적전	흑전	167.8	41.7
EPS(지배순이익 기준)	-17.3	적전	흑전	167.8	41.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.6	-8.2	2.1	5.5	7.3
ROE(지배순이익 기준)	7.2	-10.5	2.2	5.6	7.4
ROA	2.7	-2.4	0.6	1.5	2.1
안정성 (%)					
부채비율	216.4	262.5	270.8	253.8	240.1
순차입금비율	29.7	44.1	41.1	34.1	24.3
이자보상배율	3.7	NA	1.8	3.0	4.0